

## 沪深 300 - 中证 500 股指期货

### ——大小盘多空轮动策略

报告日期: 2024-06-30

研究员: 孙锋 期货从业证号: F0211891 投资咨询格号: Z000567 sunfeng@chinastock.com.cn

联系人: 武文韬 期货从业证号: F03132753 邮箱: wuwentao\_qh@chinastock.com.cn

### 报告摘要

A 股市场存在着明显的大盘股和小盘股轮动的市场风格。出现轮动的原因众多, 风格轮动能使大盘指数和小盘指数出现明显的收益差, 使对冲交易成为可能。

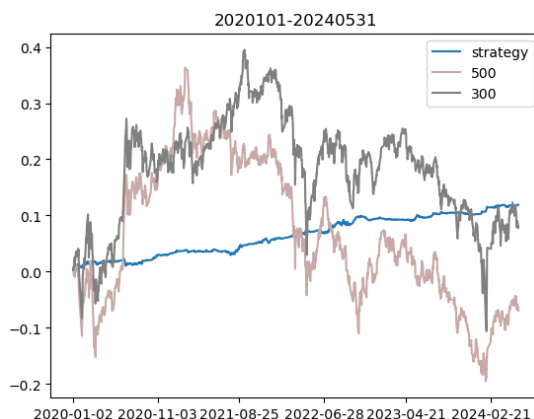
本文选用沪深 300 - 中证 500 分别作为大小盘基准, 使用宏观数据与量价数据, 挖掘与大小盘涨跌的逻辑关系强的因子, 在样本内 (2016-2020) 选择表现较好的因子, 以等权的方式结合因子, 在样本外测试。

本文使用沪深 300-中证 500 股指期货进行回测, 交易费率单边 3bps, 样本外多空轮动策略夏普率达 1.6, 卡玛尔比率 2.10。(见下表 1 及图 2)

图表1: 大小盘多空轮动策略回测结果

策略	年化收益率%	夏普比率	最大回撤%	同期沪深 300 指数 年化收益率%	同期中证 500 指数 年化收益率%
IF-IC	2.81%	1.6	1.34%	-0.25%	-3.41%

图表2: 净值走势



资料来源: iFinD, 银河期货

目录

一、 大小盘轮动策略背景 ..... 1

二、 策略及因子介绍 ..... 3

    （一） 因子分类及选择

    （二） 策略细节

三、 回测：沪深 300-中证 500 股指期货 ..... 5

    （一） 回测设置

    （二） 回测结果

四、 总结 ..... 6

作者承诺 ..... 12

免责声明 ..... 12

联系方式 ..... 12



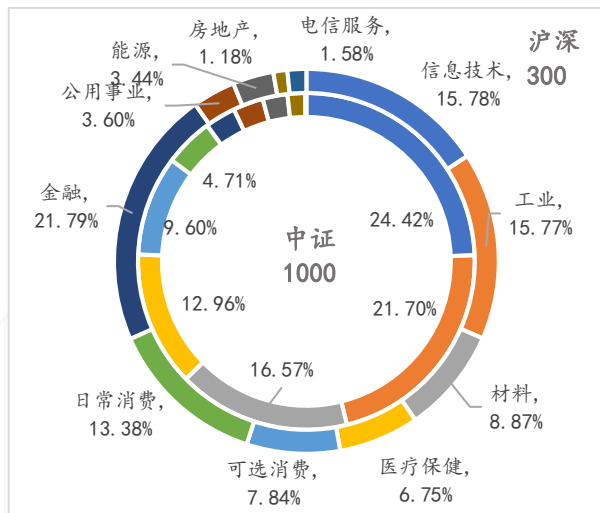
## 一、大小盘轮动策略背景

A 股市场存在着明显的大盘股和小盘股轮动的市场风格。大小盘轮动指的是大盘股票和小盘股票轮番涨跌的市场现象，通常大小盘之分以总市值作为划分指标。整体来说，大盘股代表市场上的行业龙头、权重公司，以央企、国企居多，多为低估值、价值投资风格；而小盘股代表中小市值公司，以民营企业居多，其中不乏高成长、新兴产业公司。

出现大小盘风格轮动的原因众多，资金风险偏好、宏观经济周期、产业政策扶持、上市公司业绩增长、技术创新产业升级、科技发展趋势、全球资本市场风格映射等都可能对大小盘走势产生影响。

股指期货对应的四个指数——沪深 300、上证 50、中证 500 和中证 1000，由于成分股的差异使得行业权重不同，代表特征也不同。通常沪深 300 和上证 50 作为大盘股的代表，而中证 1000 和中证 500 作为中小盘股的代表。因此，各指数业绩情况和估值情况都有较大的差别。

图表3： 沪深 300 和中证 1000 行业权重对比



资料来源：Wind，银河期货

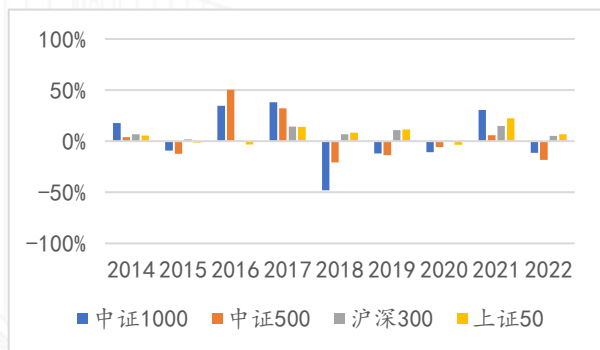
图表4： 主要指数情况

简称	净资产收益率 (%)	主营业务收入增长率 (%)	净利润增长率 (%)	销售净利率 (%)
沪深 300	5.6	3.65	-0.1	11.65
上证 50	5.99	-0.39	-6.12	10.86
中证 500	4.07	1.83	-14.23	5.82
中证 1000	3.25	0.48	-22.25	4.55

简称	市盈率 TTM	市盈率 10 年分位值	市净率	市净率 10 年分位值
沪深 300	11.70	27.0%	1.26	6.85%
上证 50	10.26	57.3%	1.14	16.14%
中证 500	21.35	16.8%	1.60	3.42%
中证 1000	30.69	16.7%	1.75	0.62%

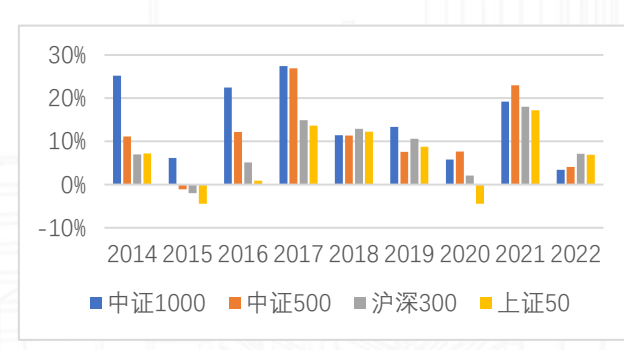
资料来源：Wind，银河期货 截止 2024-04-16，报告期 23 年中报

图表5： 主要指数净利润增速



资料来源：Wind，银河期货

图表6： 主要指数营业收入增速



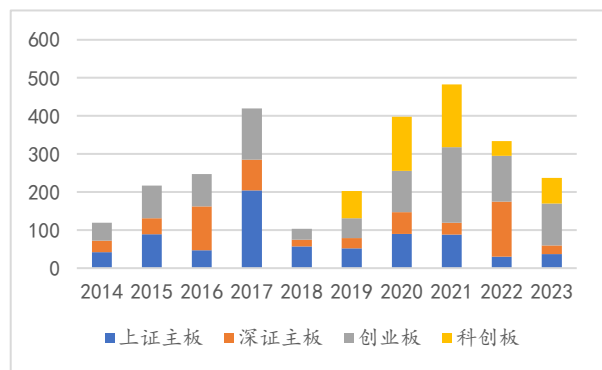
资料来源：Wind，银河期货

宏观经济对不同类型企业有着不一样的影响，小型公司通常受经济周期影响的波动较大，繁荣时

业绩增长更快、衰退时业绩回落也更大，因此在股价表现上小盘股波动也就更大。

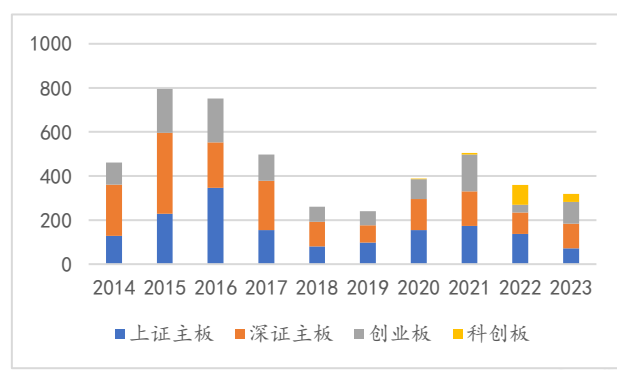
政策导向影响投资者偏好，IPO 增速提供大量优质公司，小盘股指数表现可能超越市场。上市公司通过并购重组实现外延式扩张，再融资增速为并购重组提供支持，小型公司受影响更大。通常在增发大增的年份，小盘股表现更优，而 3 年后业绩可能不达标，面临商誉减值影响股价。

图表7： 主要指数净利润增速



资料来源：Wind，银河期货

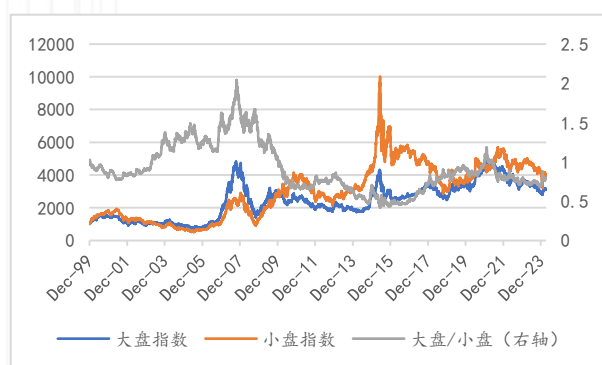
图表8： 主要指数营业收入增速



资料来源：Wind，银河期货

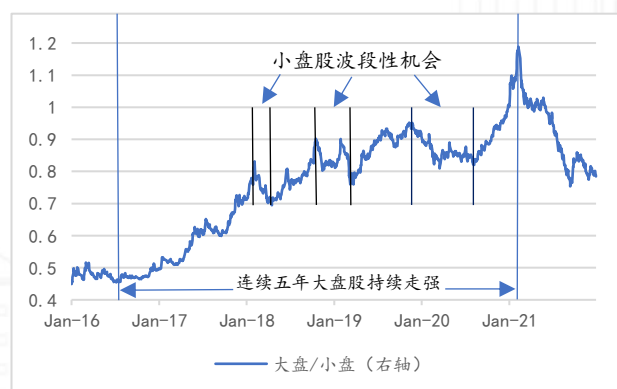
大小盘风格的轮动，受宏观经济、市场流动性等主要因素的影响会有较长时期的大周期表现，但同时，边际影响影响因素的出现也会出现小周期波动。例如，2016 至 2021 年初，受供给侧改革影响，在经济增长放缓的背景下出现龙头公司业绩优势扩张，北向资金持续净买入行业龙头，大盘风格占优，持续时间近 5 年。但期间，2020 年 1 月至 8 月，在疫情冲击下经济经历了快速的衰退和复苏，全球货币大放水刺激经济，流动性极度宽松，使小盘风格阶段性占优。2021 年 2 月后，大盘股冲高见底，新技术促进产业升级，新能源赛道发力，小盘股持续走强。

图表9： 大盘指数、小盘指数表现



资料来源：iFinD，银河期货

图表10： 大盘/小盘指数

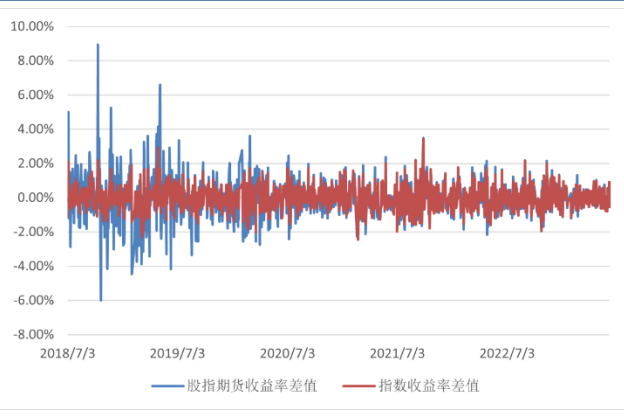


资料来源：iFinD，银河期货

从日度收益率角度看，大小盘指数收益频繁变动。下图 11-12 展示了两组大小盘指数及期货的日收益差值，由此可以看出无论是指数还是期货，任何相对大小盘的品种对之间的收益率差值均在 0 上下波动，这说明市场整体而言并不特定偏向于大盘或者小盘，这就是大小盘轮动策略的基础。本文将

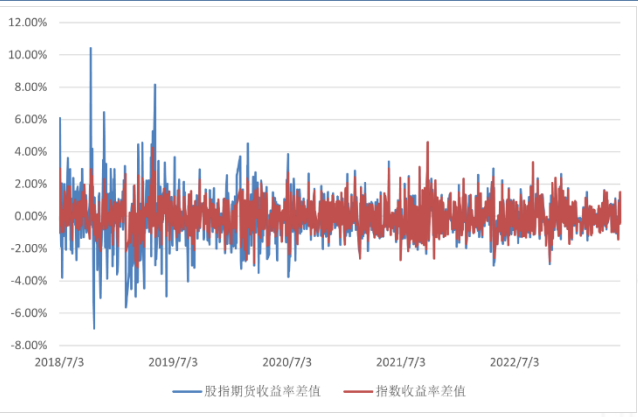
选择沪深 300 和中证 500 这一组作为大小盘品种，沪深 300 指数代表大盘股，它挑选 A 股市场中 300 支市值大，流动性好的股票，而中证 500 指数代表小盘股，它由全部 A 股中剔除沪深 300 指数成分股及总市值排名前 300 名的股票后，总市值排名靠前的 500 支股票组成。本文将通过股指期货构建大小盘的多空轮动策略，以此探究大小盘轮动策略的可行性。

图表11： 沪深 300-中证 500 日收益率差



资料来源：iFinD，银河期货

图表12： 上证 50-中证 500 日收益率差



资料来源：iFinD，银河期货

## 二、策略及因子介绍

### （一） 因子分类及选择

本文将选择包括市场状态、市场情绪及宏观环境在内的三类因子作为判断大小盘相对收益的根据。此处因子中非日频的数据将在整合时使用前一期的数据进行填充。下表 13 具体说明了使用的因子数据。

图表13： 因子使用

因子
基金份额
中短期票据到期收益率(AA+)与中债国开债到期收益率的差值
国债收益率
大小盘换手率比值
shibor3m
M2 与 M1 的差值
市盈率
GDP
工业利润增长率
PPI 指数

CPI 指数
进出口
人民币美元汇率
PMI 指数
基金份额

来源：iFinD，银河期货

宏观因子，

## （二）策略细节

采用宏观因子与大小盘的涨跌的逻辑关系强的因子，在样本内（2016-2019）选择表现较好的因子，以等权的方式结合因子，在样本外测试。

## 回测：沪深 300-中证 500 股指期货

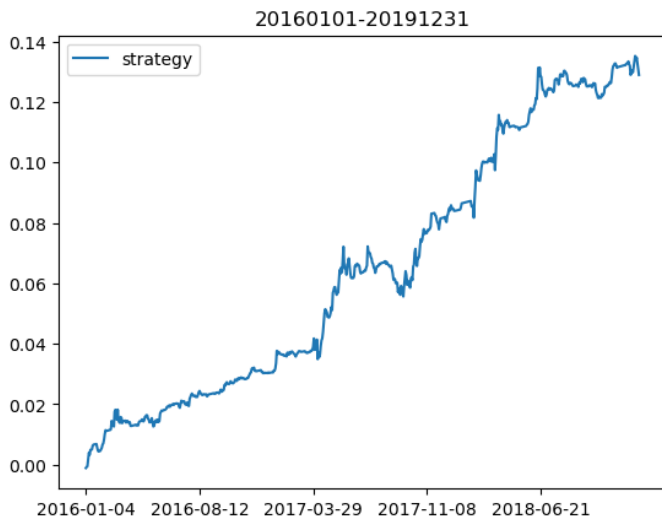
### （一）回测设置

手续费为单边 3bps，账户杠杆比约为 1，现金管理账户默认年化收益 2%。换仓是时间为合约到期的前一个交易日。

### （二）回测结果

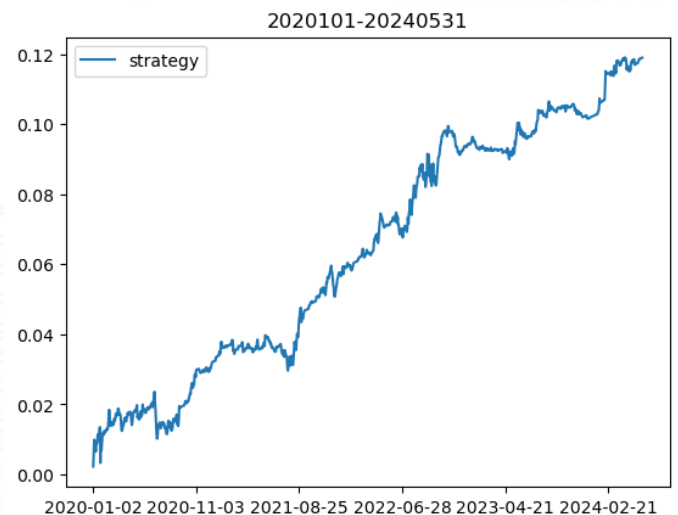
下图 14 展示了策略在期货市场的回测结果，图 15 为在期货市场的大小盘选择多头时间占比。相对于单纯持有 IC 和 IF，此策略跨越了牛熊，均取得了较为稳定的收益。大小盘分年选择图也看出根据不同的年份，策略可以实时做出调整，获取收益。

图表14：策略净值-样本内



资料来源：iFinD，银河期货

图表15：策略净值-样本外



资料来源：iFinD，银河期货

下表 16 详细展示了期货策略的回测结果，与 IF 和 IC 相比，股指期货策略有明显的优化效果，且在不同的市场环境均较为稳定。

**图表16： 股指期货回测结果**

	2020	2021	2022	2023	20240530
年化收益率%	3.38%	2.56%	3.49%	0.79%	1.68%
年化波动率%	2.24%	1.49%	1.98%	1.03%	0.92%
最大回撤%	1.34%	1.01%	0.92%	0.64%	0.40%
夏普比率	1.51	1.71	1.77	0.77	1.82
卡玛比率	2.52	2.53	3.79	1.23	4.2
<b>整体区间</b>	<b>年化收益率%</b>	<b>年化波动率%</b>	<b>最大回撤%</b>	<b>夏普比率</b>	<b>卡玛比率</b>
期货轮动策略	2.81%	1.75%	1.34%	1.6	2.10
300	-0.25%	20.5%	53.93%	-0.01	-0.00
500	-3.41%	18.85%	60.24%	-0.18	-0.06

资料来源：iFinD，银河期货

### 三、总结

本文选用沪深 300 -中证 500 分别作为大小盘基准，使用宏观因子与大小盘的涨跌的逻辑关系强的因子，在样本内（2016-2019）选择表现较好的因子，以等权的方式结合因子，在样本外测试。本文使用沪深 300-中证 500 股指期货进行回测，交易费率单边 3bps,样本外多空轮动策略夏普率达 1.6,卡玛尔比率 2.10。（见下表 1 及图 2）

关于此策略未来有两个方向可以探索，大小盘标的除了沪深 300-中证 500 外，还可以使用上证 50、中证 1000 等进行测试，也需要更多的样本量佐以验证。

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外街道 8 号北京财源国际中心 A 座 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[yhqhjrs@chinastock.com.cn](mailto:yhqhjrs@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799